

# A insustentável leveza do capital financeiro

Enéas de Souza

Economista, técnico da FEE

A crise que teve origem nos Estados Unidos é mais do que uma crise das finanças, é uma crise do sistema capitalista. Não uma crise terminal, mas uma crise significativa, profunda e devastadora, porque estamos tratando da ruptura de um modelo de acumulação de capital baseada na hegemonia das finanças. Porém, não se pode creditar ao sistema financeiro o único *locus* da crise, a única área de problemas. O que entrou em crise foi toda a estrutura do sistema, que se baseava numa montagem absolutamente financeirizada, desde obviamente as próprias finanças, passando pela articulação das finanças e da produção e pelas relações do capital com o mundo do trabalho até o enlace dos Estados Unidos com o resto do mundo, sobretudo a China. Esta montagem supunha uma posição peculiar do Estado, supunha que o Estado sob o comando do capital financeiro, por decisão política, abdicaria da sua capacidade de regular o sistema econômico, fazendo-se presente apenas com um guardador de rebanhos como diria Fernando Pessoa. Ou quando muito como um tímido pôr do sol nas terras vigorosas da expansão econômica. Dito em termos técnicos e de modo sintético: a economia se apresentava desregulada, o que equivaleria dizer que o capital seria o seu próprio regulador.

Este princípio fundamental do neoliberalismo econômico, a mola mestra dos últimos 30 anos, desabou como o muro de Berlim, como a queda da União Soviética. A vastidão da crise nos diz: acabou sim, acabou o neoliberalismo<sup>1</sup>. Daí a exigência da própria dinâmica do capital de que o Estado retornasse à posição de regulador e interventor da ordem econômica. São comprovações desta assertiva o “baillout” — a salvação dos bancos —; as intervenções do Tesouro (caso especial da Fanny Mae e Freddy Mac); as múltiplas atuações do FED e a atuação combinada do FED e do Tesouro. A

razão do requerimento é só uma: a ordem e a regulação não estão no poder dos capitais parciais — ou dos mercados — elas estão fundamentalmente no capital em geral, que o Estado organiza e regula em seu nome. Quando se fala em “mão invisível” dos mercados, fala-se, na verdade, em “mão invisível” do Estado. Por decisão política das forças vencedoras, ele se recolhe da cena para um segundo plano. Como um poder em ação, no entanto, está sempre pronto a ser “visível” — principalmente nos conflitos agudos entre as corporações — o que acontece no momento em que essas mesmas forças, em dificuldades econômicas, o chamam para salvar, dar ordem e regular a instituição mercado.

## A máquina e a rede

Vamos pensar a realidade do capitalismo financeiro a partir da idéia de montagem, que é a forma de articular, juntar elementos diferentes e inicialmente separados. Depois de reunidos o conjunto passa a funcionar como um mecanismo, uma certa máquina. Mas, em verdade, nos tempos das finanças, esta máquina tem um dinamismo em forma de rede, um “réseau”, que é ao mesmo tempo solidamente organizado e ao mesmo tempo aberto. Ou seja esta máquina é constituída de processos que são tramados pela fluidez e plasticidade do capital, que tem um norte: “dinheiro buscando mais dinheiro”, mas que não é uma máquina fechada, ela abre escapes, os processos são também pontos de fuga. Por isso, contraditória, tende à perfeição e à fragilidade. Ela é absoluta no instante, dá impressão de eterna, mas é num instante que se desmonta. Dura longamente mas tem um ponto de irreversibilidade e de ruptura, onde o capital é seu próprio limite, e dá passagem para um novo horizonte a ser criado. Nós já estamos aqui, no além da passagem, deixamos o velho e ainda não chegamos ao novo. Nossa tarefa é mostrar como se construiu isso que está ruindo, e tentar dar visibilidade ao que principia. Só a prática dos homens em cima da ruína culminará numa nova montagem. O novo já começou, sua face é difícil de prever e de dizê-la. Depende do tempo.

<sup>1</sup> Ou como diz o economista Frédéric Lordon: “Ora, o que é o liberalismo senão uma forma de organização da auto-regulamentação dos mercados” (Le Monde Diplomatique Brasil/Novembro 2008). Os outros pontos como liberdade dos capitais, privatização das empresas estatais, etc. são desdobramentos, são conseqüências do núcleo central, a auto-regulação do capital.

Falemos, então, daquilo que se constituiu como a montagem financeira da economia. E o que vamos tratar neste texto é de enxergar como o sistema foi montado e se expandiu para a maior parte do mundo. E queremos expor quais os embaraços e entraves que o levaram a entrar em colapso. Trabalhamos, então, para mostrar a racionalidade do irracional; a racionalidade da bomba; a racionalidade da potência destrutiva. O que importa neste trabalho é exibir as estruturas da construção do logro financeiro da economia e descortinar, como se instalou, uma lógica estrutural econômica. Lógica que, depois de atingir um ponto de extensão, reverteu e nessa reversão, como uma implosão, um buraco negro, um colapso gravitacional de um astro, foi desorganizando a arquitetura global do sistema até ameaçar a moeda, o dólar, o equivalente geral das trocas, a moeda mundial. Dada a limitação de espaço editorial, discutiremos toda a questão tomando como centro da análise os Estados Unidos e, para o exame da expansão para o resto do mundo, nos restringiremos a China, sem deixarmos de fazer comentários, em um ou outro aspecto, sobre outras zonas e outros países.

## A montagem da estrutura financeira da economia

### Primeiro patamar: a esfera financeira

O primeiro patamar desta montagem, o patamar superior, aparentemente o único visível nesta crise, está constituído pelo sistema financeiro, cuja institucionalização, fortemente fragmentada, livre, se desenvolvia solta para fazer negócios e aplicações, apenas com a ingerência do Banco Central na esfera bancária. Nesse sentido, o sistema financeiro estava dividido em duas partes: o sistema bancário e o sistema financeiro não-bancário, o “banking shadow system” que, por sua vez, estava formado pelos Bancos de Investimentos (BI), pelos Hedge Funds, pelas Seguradoras, pelas Companhias de Investimentos Imobiliários. É importante para a compreensão das ameaças que afetaram o sistema financeiro que nesta estrutura houvesse um relacionamento complexo entre todas as entidades. Os pontos mais problemáticos talvez fossem entre os BI e os Hedge, e entre os Hedge e os Fundos de Pensão. No primeiro caso, os

BI funcionavam como prime brokers<sup>2</sup> e também como emprestadores de novos recursos dos Hedge e, no segundo, os Hedge tinham uma significativa parte de aplicações oriunda dos Fundos de Pensão. E como um órgão do sistema financeiro, vinculado, mas independente destas partes, situamos as Bolsas, que na crise começada em 2007 funciona como um sintoma da evolução e da gravidade dos acontecimentos financeiros e produtivos.

Para que se entenda a dinâmica do movimento de todo o sistema financeiro é preciso compreender que aspectos, que características, que processos presidiam este sistema. Anotamos para a nossa análise seis.

1) Um efetivo processo de *desregulamentação dos mercados*, cujo ponto primordial, a figura expressiva, conduzia à inexistência de um controle unitário de todo o sistema. Neste quadro, havia regulações parciais ou fracas, como o Banco Central controlando o funcionamento dos bancos e a SEC (Security Exchange Commission), as Bolsas e as Companhias de Seguros. Mas, havia também regulações estaduais ou municipais como na área das Companhias Imobiliárias.

2) Um processo de *alavancagem* das instituições financeiras, que é princípio do movimento especulativo do sistema. Pois, dada a ausência de normas, os recursos captados ou tomados nos mercados nacionais e internacionais se ampliavam em muitas vezes, muito além de uma segurança viável. Assim, um dólar se transformava em 10, 20 ou 30 dólares, chegando nas instituições mais ousadas a 50 vezes. Isto marca uma prudência fraquejante e um apetite de risco excessivo. Como se pode ver a alavancagem já assinalava uma falta de controle tanto do sistema bancário como do sistema financeiro não bancário. 3) Um processo de proteção ao risco em empréstimos significativos, chamado de *sindicalização*. Trata-se de uma divisão de responsabilidade entre os bancos para se resguardarem de possíveis temores e de prejuízos de um “default”, ou seja uma espécie de rede para que os bancos possam operar créditos exuberantes.

4) Um processo de *securitização* para dar sustentação a uma multiplicação quase infinita de produtos. Os bancos de investimento, por exemplo, podiam aglutinar vários tí-

---

<sup>2</sup> Prime brokerage é um pacote de serviços que um banco pode prestar a um Hedge, como custódia, compensação, empréstimos, etc. Embora o Hedge esteja ligado a um broker, não quer dizer que não possa estar ligado a mais de um banco. Em casos excepcionais, o Hedge pode operar sozinho.

tulos num novo título, lastreado obviamente pelos primeiros. Essa inovação financeira se constituía no “originate and distribute” e foram a origem da verdadeira pirâmide de ativos, cujos personagens foram os RMBS (Residential Mortgage Backed Securities), os ABCPs (Asset Backed Commercial Papers), os CDOs (Collateral Debt Obligations), os CDS (Collateral Debt Swaps), , etc.

5) Um processo de valorar a qualidade dos títulos e das entidades financeiras através de uma instituição chamada *Agências de Ratings ou Agências de Notação*. Para dar credibilidade aos ativos e marcar a sua hierarquia, estas Agências atribuíam e atribuem notas tanto aos títulos como às instituições. O valor mais expressivo era chamado AAA, ativo triplo A. Se combinarmos a securitização com as notas das agências de ratings é aí que percebemos a perfídia da securitização. Um ativo, por exemplo, um CDO poderia ter tranches, divisões, geralmente três, povoadas de títulos com variadas notas. O CDO, assim fatiado, poderia ser vendido aos investidores que, ao adquirirem um ou outro componente destas divisões, o comprem sabendo das notas que davam preferência nos recebimentos e definiam níveis de riscos e de rentabilidades.

6) Um processo de *articulação do setor financeiro com o setor produtivo*. Foi nesta articulação que se fizeram as securitizações das hipotecas imobiliárias — onde estavam os célebres subprimes, os Alt-A, os primes — e a securitização de títulos das vendas de automóveis, dos cartões de créditos, dos empréstimos educacionais, etc. Residia nesta articulação a base da pirâmide, e por isso que a sua ruína, pelas inadimplências, pelo não pagamento das referidas hipotecas e dos referidos títulos, acabou por fazer desmoronar toda a figura geométrica das finanças. E dar gênese a uma das maiores crises do capitalismo.

Todos estes pontos se combinavam numa liberdade e numa auto-regulação muito forte. E sendo os verdadeiros nervos úteis do neoliberalismo, eles foram, em verdade, os fogos de artifício para a expansão do bolo do mercado financeiro. Na hora da crise, a desregulamentação se mostrou uma porteira totalmente aberta, uma potência altamente destrutiva, em virtude do precário controle, da ausência maior de fiscalização, da incapacidade financeira do Banco Central para poder cumprir a função de prestador em última instância. De fato, as suas linhas de liquidez chegavam apenas aos bancos comerciais, que, por engenhos contábeis e empresarias, não funcionavam independentemente do sistema financeiro não-bancário. Então, para controlar minimamente a globalidade do sistema e impedir que houvesse uma crise sistêmica nacional e internacional (dadas as liga-

ções dos mercados), o Banco Central americano teve que, arbitrariamente e quase fora da legalidade, intervir nos mercados, fornecendo a solvência indispensável, quando a crise emergiu. O que não impedia o chamado “credit crunch”, a paralisia do crédito, uma forma aguda de nenhum banco emprestar para ninguém, consagrando assim a keynesiana “preferência pela liquidez”

Desde o primeiro momento da crise, embora com hesitações o Executivo procurou contornar a situação, seja através do Tesouro, seja através do FED. Com a continuação da mesma, e sobretudo depois do grande erro do Tesouro em deixar o Lehman Brothers quebrar, aconteceu uma união do Executivo e do Legislativo e a proposta do “bailout”, a salvação das instituições financeiras, foi aprovada. Na sequência, uma integração entre o Tesouro e o FED (eliminando seu lado independente) permitiu que este último mais que duplicasse os seus ativos e pudesse incorporar os títulos podres e tóxicos, dando liquidez em geral, inclusive para as grandes corporações com a rolagem direta de “commercial papers”. Porém, mesmo agora, o destino da crise continua indeciso, porque a presente ajuda financeira e a participação do Estado talvez ainda sejam insuficientes para enfrentar a montanha carida de produtos e as aplicações em ativos deteriorados, latejantes ainda no sistema financeiro. Deve-se contrastar a solução americana com a solução da Europa, onde o Estado se mostrou mais profundo, cortando na carne das finanças. A Inglaterra liderou com rapidez o processo, nacionalizando os três maiores bancos. A maior amplitude desta decisão político-econômica se configurou nos afastamentos dos antigos executivos, na tomada de posse pelo poder público das ações preferenciais, e pelas indicações de representantes estatais nos assentos dos conselhos administrativos dos Bancos. Essas ações dão garantia a possibilidade de definir políticas efetivas às instituições referidas na sequência de uma estratégia do Estado. A Inglaterra, neste ponto, indica para o horizonte e para o caminho. Será que outros — e ela própria — a seguirão?

Por essas razões, pode-se verificar que a famosa “privatização dos lucros e socialização dos prejuízos” ocorreu em todos os grandes países do Ocidente, com tal impacto que as perdas do setor privado passaram a ser do setor público. Portanto, a afirmação de que o Estado é incompetente e o mercado é a melhor solução dos problemas financeiros se mostrou, de um modo variado na atual crise, vazia de conteúdo. E, nesta altura dos acontecimentos, precisamos estar alertas para um problema quase aviltante, que não veio plenamente à tona: as intoxicações financeiras que estão ainda por aparecer nos “Hedge Fonds”. Se de fato isso se efetuar, a

repercussão será de um modo geral, extremamente grave, pois um dos maiores aplicadores dos Hedge são os falados Fundos de Pensão. Estes terão, então, suas atividades duplamente posta a risco porque são também aplicadores em Bolsa, lugar onde estão realizando prejuízos elevados. E aí sim, os Fundos, que até agora já perderam 2 trilhões, farão o mundo vir a baixo. A crise de financeira passará então a ser mais social do que financeira; e de social ela se encaminhará, com toda combatividade possível, para a arena política. É preciso considerar que, de um modo ou de outro, todas essas perdas das finanças vão causar ainda sérios problemas ao próprio Estado, porque todos os eventuais dispêndios, que efetuou e irá efetuar, estão produzindo um aumento dramático na dívida pública. O que será um inquietante problema, principalmente na hora em que o Estado for efetuar o gasto público para retirar a economia de recessão.

Quando se observa todo o processo de desenvolvimento da concorrência na esfera financeira, o que se pode perceber é que, simultaneamente, estava em marcha um segundo processo, o processo viral do capitalismo, aquele da concentração e centralização do capital. Em função da hegemonia das finanças nas atividades econômicas, igual processo fecundará o desenvolvimento no setor produtivo. Assim em ambas as esferas, a produtiva e a financeira, e em todo o planeta, teremos um acréscimo dessa concentração e centralização, que é o verdadeiro contágio universal, cuja origem se deve à preponderância exemplar dos Estados Unidos. Tudo isso confirma o resultado integrado e vigoroso de alguns aspectos do capitalismo atual: financeirização de toda a economia; hegemonia aguda da esfera financeira sobre a produtiva; e processo de competição entre os capitais, conduzindo necessariamente à concentração e à centralização do capital, quer do ponto de vista da sua lógica, quer do ponto de vista histórico da sociedade capitalista. Por esse motivo, cabe descrever como se deu estruturalmente o processo de financeirização da esfera produtiva.

## Segundo patamar: a financeirização da esfera produtiva

O mundo produtivo, o mundo das corporações tem uma organização extremamente financeirizada; seja pela própria forma de institucionalização das empresas, seja pelo próprio comportamento estratégico, seja pelo desempenho econômico diário das tesourarias destas entidades. O principal elemento da estruturação vem, sem

dúvida, da forma institucional como foram organizadas. Colocando, em primeiro lugar, o princípio da governança corporativa, elas passaram a serem geridas financeiramente. Este princípio requeria o atendimento das exigências do maior valor acionário possível, o que significa afirmar que os dividendos das ações tinham que alcançar o maior rendimento possível. E, nesse sentido, o trabalho estratégico e operacional das empresas concentrava todas as suas atividades no atendimento desta finalidade. Por consequência, o movimento era circular, do tipo o cachorro mordendo o próprio rabo. E um dos modos de provocar o acréscimo de rendimento era fazer com que a demanda das ações da corporação crescesse de valor. E para que acontecesse tal mágica, a própria empresa, evidentemente, se endividava para entrar e se incorporar na Bolsa objetivando aumentar o preço de suas próprias ações. Ocorria, como consequência, um robusto crescimento do valor acionário. A equação financeira estava pronta: felicidade dos acionistas, felicidade dos bancos e endividamento das empresas.

Um outro aspecto da financeirização das corporações tem um tempero antiprospectivo forte. O processo leva à eliminação de qualquer foco além da produção específica, de tal ordem que a atenção sobre os centros de custos foi eliminando aqueles excessivos. Mas, o que é mais importante, a focalização empresarial acaba por retirar de cena uma dedicação a um determinado futuro, a um alvo de longo prazo do processo de transformação do referido capital. Porque as empresas, obviamente, dispensaram a pesquisa tecnológica, uma vez que a tecnologia, dentro do custo das empresas, é aquele que leva um tempo indeterminado para dar resultados. E, em menor escala, o mesmo ocorre com a concretização de inovações para que elas sejam incorporadas aos produtos e lançadas no mercado.

Quanto ao aspecto financeiro da atividade empresarial, já vimos que o princípio do valor acionário, centro da forma da governança corporativa, conduzia inevitavelmente à financeirização da esfera produtiva. Podemos aqui acrescentar duas outras características a esta última. De um lado, o envolvimento da corporação na atividade especulativa do mercado financeiro por parte de suas tesourarias, o que leva o setor produtivo a jogar fortemente os seus recursos em aplicações de “hedge” (definidas como formas de proteção, e que, de fato são aplicações arriscadas, perigosas e, às vezes, altamente duvidosas e de parca avaliação do que estava em jogo na conjuntura econômica. Veja-se o caso das empresas brasileiras que se enredaram nos derivativos de câmbio). Mas de outro lado, para desenvolver o seu negócio propriamente dito, as empresas giram o dinamismo com

“comercial papers”, papéis que as entidades financeiras transformaram em outros títulos, os famosos ABCP (Assets Backet Comercial Papers). O leitor percebe claramente que pelas aplicações especulativas dos recursos e pelos comercial papers (logo em seguida securitizados) o capital produtivo foi capturado inclusive operacionalmente pelo setor financeiro.

Mas há uma afirmação enfática: fora desta situação imediata e operativa, a financerização já tinha tomado conta estrutural e integralmente da empresa produtiva, pela necessidade de proporcionar um maior valor acionário. E quando os efeitos da crise de crédito chegaram aos mercados financeiro e produtivo, houve uma tendência de um movimento em espiral, marcadamente descendente, que afeta a própria riqueza da corporação. A variação alucinante e volátil e depressiva do valor da ação, quando precificada nas bolsas, pode seguir uma inevitável trajetória de queda . As oscilações e volatilidade do mercado bursátil, na crise recente, mudaram a tendência ascensional e causaram uma brutal sensação de vertigem nos acionistas e na economia como um todo. O mercado financeiro funcionou como um filme de Hitchcock: “Um corpo que cai”.

## Parêntese: a crise de crédito na superacumulação produtiva

Agora, temos que introduzir a questão produtiva por ela mesma, mas sabendo que a sua dinâmica foi impulsionada pelo crédito, pelas finanças. O desenvolvimento da economia americana centrou-se sobre dois núcleos de acumulação: o setor imobiliário e o setor automobilístico. Tendo a crise sido provocada pela articulação do financeiro e do produtivo, o surgimento da superacumulação produtiva foi originado pela expansão do primeiro. Só que a hegemonia financeira, que puxou e liderou a expansão dos dois núcleos e seus encadeamentos, não explica toda a dimensão da crise, embora defina o nível do desastre produtivo. Há um aspecto próprio da produção que é marcado pelos enlaces industriais (no caso do setor imobiliário: as indústrias de cimento, de aço, de alumínio, de ferro, de vidro, de madeira, etc.), o que provoca também uma queima de capital na esfera da produção. Ou seja, a crise de crédito força uma desestruturação nas cadeias produtivas. Temos então quedas nas vendas, quedas nas receitas normais da empresa, dificuldades com estoques, problemas de competições entre os capitais, e sobretudo, uma questão social profunda, uma forte crise de emprego. A economia está claramente em recessão.

Ao mesmo tempo, a questão cíclica se faz presente. Como se conseguirá reverter a tendência e retomar a expansão produtiva? Como serão combinados, no processo de recuperação, o aumento de produtividade, a mudança de tecnologia, a pluralidade de inovações, as diminuições da jornada de trabalho, os níveis de salário, etc.? Como se desenhará o panorama da concorrência entre os capitais? Retornaremos a um equilíbrio maior entre as esferas produtivas e financeiras? Questões que desembocam na pergunta mais fatal: a recessão se transformará em depressão? Tudo isso coloca a questão do Estado em pauta. Não se trata somente de discutir o salvamento do sistema financeiro, mas, e principalmente, a retomada do campo produtivo. E então, se a regulação e a capitalização são temas que estão invadindo a área das finanças, surge também a necessidade de um pacote fiscal de obras públicas, de investimento em infraestrutura, para redirecionar o setor de construção civil tremendamente abalado na construção residencial, na construção de prédios comerciais e no esgotamento na construção de obras de infraestrutura no exterior (no Iraque, por exemplo). Mas, naturalmente, a questão chave é como vai se dar a liderança na economia; que setor ou setores produtivos serão colocados como o(s) centro(s) da acumulação. Para isso, uma reformulação na concepção do Estado seria indispensável. Talvez possa surgir uma política pública, de caráter macro, organizando a competição predatória entre capitais, com um aumento da inserção estatal sobretudo no investimento, capaz de propor, quem sabe se não uma nova dinâmica econômica, pelo mínimo, a retomada da atividade dos negócios.

## Terceiro patamar: a financeirização da remuneração

A empresa foi totalmente financeirizada, inclusive no campo das remunerações, seja no nível diretivo, como no nível dos trabalhadores. Naturalmente, o nível diretivo introduz um conflito extremamente importante no interior da empresa. É preciso compreender em primeiro lugar que o dirigente aufere um salário condizente com o seu posto, mas a título de estímulo, recebe, para aderir fortemente à corporação, “Stock options”, que são ações da empresa. Ou seja o executivo tem rendas apetitosas se ele trabalhar bem. Portanto, funciona de um lado como um empregado-dirigente, um alto funcionário da empresa, mas ao mesmo tempo se situa como um acionista “especial”. Pelo imenso conhecimento da corporação, o

seu comportamento, em momento crítico, pende mais para o lado do acionista que deseja vender as ações, porque é capaz de antecipar uma má situação empresarial logo adiante usando informações privilegiadas. Esta visão pode provocar uma deslealdade à corporação, impedindo que acione um verdadeiro comportamento de executivo. Dito noutra linguagem, há um conflito de posições, entre proprietário do capital e capitalista em funções, entre acionista e dirigente numa mesma pessoa, o executivo alto nível. Desenhamos aqui com nitidez uma antinomia insuperável que se instala na questão das “stock options”.

Todavia nos interessa, obviamente, uma outra particularidade da empresa contemporânea, a formação da renda dos assalariados comuns. Ela se compõe de uma parte que é salários, oriunda da sua atividade profissional e de outra que é renda financeira, gerada por aplicações que eventualmente faz nos mercados das finanças. Nessa estrutura, o salário pode ser contido, desde que possam surgir acréscimos com origem nos frutos dourados de sua posição de investidor marginal. Com isso, tem não apenas maior renda, mas, ideológica e politicamente, realiza um movimento de adesão maior, se não à empresa, ao menos ao capitalismo. E tudo por causa do crescimento de sua renda efetiva, embora o seu salário fique estagnado, num nível aceitável para o custo da companhia.

O tema se complica quando se olha a renda do trabalhador pelo lado da sua disponibilidade. Ela tem uma parte relativamente fixa que vem do salário e que é despendida em bens de consumo, durável ou não-durável. Tem uma segunda parte que vai para a poupança visando a sua aposentadoria, aplicada no seu Fundo de Pensão. Por sua vez, este Fundo de Pensão vai ser um aplicador no mercado financeiro, sobretudo no mercado de ações (com uma percentagem alta na sua própria corporação) e nos hedge funds, o que na dinâmica financeira cíclica, na fase descendente, vai ser um dos fatores do empobrecimento do trabalhador e causador de sua profunda desgraça como aposentado. Pois, tornando-se “sócio do capital”, o trabalhador, na posição de participante de um Fundo, percebe, com o tempo e por causa do ciclo econômico, que as variações de valor do Fundo afetam, e muitas vezes destroem fortemente o seu futuro. Curioso: um mercado para dar segurança ao futuro liquida com as suas “expectativas racionais” de porvir. Mas, a renda disponível dos trabalhadores tem uma terceira parcela que pode se dirigir à aplicação de uma fração dos seus recursos no mercado financeiro. Ela busca maiores rendimentos no curto e médio prazo, sem-

pre possíveis quando o ciclo financeiro está na sua pendente positiva, crescente.

Em função da renda auferida, o trabalhador tem a capacidade de se endividar. E através do crédito buscar um aumento de consumo e, seu objetivo principal, o de riqueza, adquirindo bens duráveis de maior valor e qualidade, como automóveis e residências sofisticados, de acordo com o seu crédito. Foi nesta direção que se deu o fenômeno de um endividamento de 150% da sua renda, o que acabou por criar problemas candentes. Aqui, o capitalismo conseguiu instalar um ponto de solidariedade, que na verdade acabou por ser um ponto de solidariedade na catástrofe, entre o trabalhador que assinou contratos de crédito e os bancos e as construtoras e as imobiliárias que deram origem às hipotecas fornecedoras das primes, das Alt-A e dos subprimes. Como sabemos, estes últimos ativos eram altamente especulativos e incendiaram definitivamente, via securitização, o mercado financeiro. Mas, também encontramos esquemas semelhantes desenvolvidos em torno dos automóveis, o que, somados àqueles das habitações, geraram dois pontos graves que culminaram, por causa da desestruturação financeira na demolidora crise da economia americana.

O que se percebe, em relação ao assalariado normal da empresa, é que o capitalismo trabalhou enfaticamente para introduzir uma cunha da financeirização na sua renda. Em que sentido? Em primeiro lugar, tratou de manter o salário básico sobre controle, diminuindo o custo dos produtos consumidos correntes na sua renda. E em segundo, laborou para espichar a possibilidade de, através do crédito, envolver mais o trabalhador, no estilo de vida americano, no “american way of life”, induzindo a gastos que comprometiam no longo prazo a sua renda. Porém a astúcia definitiva foi desvincular a aposentadoria de um esquema público, moldando-se mais ainda uma solidariedade à financeirização, por meio dos Fundos de Pensão. E se não bastasse isso, um incentivo à participação ativa no mercado de ações e nos demais mercados financeiros, sobretudo para as camadas médias, prolongava a integração na margem das finanças. Nestas análises podemos encontrar a idéia de logro do capitalismo financeiro. Este não é apenas uma força econômica, uma política no poder, uma organização do Estado, uma forma de economia mas é também uma ideologia, uma visão e uma construção de mundo. Dentro desse conjunto de características os assalariados foram atraídos pela idéia de um capitalismo popular e de que o trabalhador também poderia ser sócio do capital.

## Quarto patamar: articulação com a China

Um dos pontos importantes do sistema, como vimos no item anterior, era manter os salários sobre controle. O jeito encontrado pela economia dos Estados Unidos foi, sem dúvida, uma articulação com economias estrangeiras, principalmente com a China. O que ocorreu, tomada esta, como exemplo? De um lado, tratou-se de deslocar empresas industriais e mercantis para o espaço produtivo chinês e carrear produtos, de custo mais barato, para a economia americana. O resultado foi indiscutível: bloqueou, junto com as rendas financeiras dos trabalhadores, as demandas de aumento de salário nos Estados Unidos; e sustentou, irmanado com o crédito fácil, a tremenda explosão de consumo dos norte-americanos. Com isso, o enlace acertou dois alvos. O primeiro foi reter uma possível escalada salarial e o segundo, igualmente efetivo, abrir mercados para as empresas americanas. Só que a China usufruiu bem desta manobra negociando ativamente a entrada dos norte-americanos no contexto interno chinês. Obteve por esse meio a concessão de tecnologias, de técnicas administrativas modernas, de capital, etc. Modernizou associando-se. Mas, foi mais além. Com o seu capitalismo financeiro de Estado arquitetou uma política comercial externa cuidadosa e consistente. Manteve-se por um longo tempo num drive exportador sem adversidades. Com superávits comerciais robustos, construiu um apreciável nível de reservas, cujo montante chegou a atingir a casa de um trilhão e oitocentos bilhões de dólares. Como produto derivado desta atuação e deste superávit, a China passou a aplicá-lo no mercado de títulos do Tesouro Americano. E não ficou só nisso, variou a estratégia incluindo a criação de fundos soberanos (Sovereign Wealth Finance) capazes de aumentar a remuneração de seus recursos externos em outras aplicações, como nos fundos de “private equity”. Desta maneira, se formou o fulcro da expansão da economia mundial e dele se desdobrou um comércio enorme entre os seus múltiplos participantes. Os Estados Unidos, numa visão creditícia e financeira, armou a sua economia — inclusive a guerra no Iraque — em cima de duas dívidas, a dívida dos déficits comerciais externos, principalmente com a China; e a dívida do Tesouro, apoiada pelas reservas dos saldos comerciais das nações aplicadas nos títulos mais seguros do planeta.

Este conjunto de fatores promoveu na China a construção de um capitalismo diferente do norte-americano, onde o Partido Comunista gera dirigentes políticos e bu-

rocracia, e constrói uma economia centrada fundamentalmente no papel do Estado e numa opção enérgica no papel do investimento. Ou seja, nesta crise, a economia chinesa vai sofrer percalços, mas ela está estruturada de tal modo que pode haver uma possibilidade de reconversão, deixar de ser voluptuosamente exportadora para voltar-se à economia interna (o governo lançou um pacote 4 trilhões de yuan no início de novembro). Talvez consiga com alguma defasagem de tempo, porque o Estado chinês tem condições de liderar este movimento tanto pelo lado planejamento estatal como pela ênfase no investimento autônomo (o governo lançou um pacote de 4 trilhões de yuan, equivalentes a 461 bilhões de euros, e 586 bilhões de dólares, no início de novembro, para acalantar a economia interna). Em relação à diminuição das importações americanas, os chineses terão que concertar um projeto complexo e complicado politicamente, além da reconversão expressa acima, eles terão que tornar-se um centro de acumulação na Ásia, enlaçando outras economias, como a do Japão e seus bens de capital; Hong Kong e seus mercados financeiros; a Coréia do Norte e suas matérias-primas; a Índia e seus serviços informáticos. Subsidiariamente também cabe conectar-se com outras áreas do mundo como a Europa, a África e o Brasil, podendo negociar conosco alimentos e minerais.

Mas, no estado atual da realidade econômica mundial, o que a China não conseguiu fazer foi tornar-se um centro econômico hegemônico na Ásia, susceptível de proporcionar, sobretudo, uma moeda de unidade regional, uma moeda que rivalizasse nesta zona geográfica com o dólar. O renminbi, sendo totalmente controlado pelo Estado, durante o período de triunfo das finanças internacionais, teve um estatuto estranho a uma moeda solicitada pelo mundo financeiro do Ocidente e mesmo do Oriente. Mas de qualquer forma, a China com o seu capitalismo financeiro de Estado construiu uma nação com taxas de crescimento excepcionais, geralmente acima de 10%, porém com dois problemas fundamentais nesta conjuntura de crise: no atual jogo geo-econômico, não tem a envergadura para substituir os Estados Unidos como motor da economia internacional e não tem a mínima possibilidade de construir uma moeda que possa ser o equivalente geral das trocas, o dinheiro mundial. Talvez a sua perspectiva seja evitar que a queda da economia do planeta seja muito violenta, por causa de conexões que tentará construir na Ásia e países africanos e latino-americanos. Mesmo uma possível vinculação com a Europa não trará a economia do mundo para níveis próximos dos últimos anos. E é possível que encontre dificuldades fiscais, demográficas e políti-

cas internas para reconduzir as atividades econômicas para o lado interno da China. Terá que jogar muita coisa no investimento autônomo, mas terá que cuidar, igualmente, de fortes pressões inflacionárias. Valerá aquela máxima de Ignácio Rangel: a inflação será uma forma de financiar o investimento chinês, num mundo se não pós-financeiro, mas ao menos mais centrado na produção?

## Pontos de conflitos estruturais

Constatamos múltiplos conflitos no capitalismo contemporâneo. Vamos, no entanto, em função do objetivo deste texto salientar apenas alguns, eminentemente estruturais. Primeiro, apesar do capital se desenvolver tanto pela esfera financeira como pela esfera produtiva, esta combinação é anulada progressivamente pela hegemonia da primeira órbita, que financeirizando a produção — via crédito, mas sobretudo via governança corporativa — a transforma numa entidade também financeira e consequentemente criando obstáculos para a dinâmica produtiva. Segundo, no desenvolvimento das corporações, em épocas da já citada governança corporativa, se estabelece uma tensão crescente entre o acionista, proprietário do capital, e o dirigente da empresa, dirigente capitalista, mas que, no limite, funciona como acionista com informação privilegiada. Terceiro, o conflito nos assalariados comuns, entre a sua posição de trabalhador e a sua transformação em “sócio da empresa e do capital”, sobretudo em termos da sua integração no seu Fundo de Pensão. Este problema se complexifica porque o dirigente do Fundo de Pensão pode se autonomizar da parte empregatícia e tornar um dirigente capitalista, independente dos demais assalariados.

Estes conflitos estruturais se apresentam manejáveis quando a economia estava na parte procíclica, quando ela estava subindo e o ciclo tinha comportamento ascendente. Os não-pagamentos por parte dos compradores de residência funcionaram como o ponto de reversão de toda a montagem da estrutura da economia, sustentada por todos os patamares da montagem financeira. Desdobrou-se um processo de queima de capital. Da desinflação dos valores dos ativos financeiros aos próprios ativos produtivos. Na linguagem da moda dos analistas financeiros, o processo começou com a desalavancagem. Ou ainda numa linguagem mais precisa: o processo de desaparecimento do lado fictício do capital. E depois, ele chegou ao lado produtivo. Com isso, houve o desmanche de uma economia anti-keynesiana, centrada na renda financeira e no consumo. E o que cer-

tamente vai ocorrer passará por um retorno a Keynes, seja para dar importância ao Estado, seja para retomar o princípio da demanda efetiva, e recuperar, em posição prioritária, o verdadeiro móvel da economia, o investimento. E isso aparece com denodo quando se começa a pensar que a energia, ou a infra-estrutura básica da atividade econômica, vai passar por um processo de transformação nos próximos anos.

## Onde tudo começa e termina: estado e moeda

A economia começa a sua ordem na política, na luta das facções sociais que culmina na condução dos negócios de Estado, através do domínio do poder. E o poder é quem estabelece a manutenção e/ou a construção das instituições que comandam a sociedade. O tratamento do papel do Estado e de suas instituições, no neoliberalismo, foi organizado politicamente pelas frações que defendiam a hegemonia das finanças no governo, processo que definiu a necessidade de constituir uma ordem social e econômica, onde o Estado decidiu se afastar da regulação da economia. O leitor não deve descurar da ênfase que está nesta frase. Sim, foi o Estado quem, politicamente, decidiu sair da condução da economia. Sem o Estado decidir-se, isso seria impossível ou o mundo se apresentaria como um mundo anárquico, da luta de todos contra todos, ou de frações contra frações, sem nenhuma definição de poder. Então, o processo econômico propôs uma organização de ausência programada do Estado pelo próprio Estado, ou dito de outra maneira, pelas frações que defendiam o capital financeiro.

A moeda foi certamente o resultado desse processo social e chegamos à constituição de uma moeda financeira, o dólar — o dólar forte — que se baseava em dois elementos: a taxa básica de juros definido pelo FED e os títulos do Tesouro Americano. Por ser o resultado de um processo econômico, político e social, marcado por uma geopolítica, que tendo origem na 2ª Guerra Mundial, transformou a solução do pós-guerra, o dólar referenciado ao ouro, num dólar sustentado pelo Estado nos anos setenta. Ou seja, o triunfo norte-americano e o desenvolvimento fundamentalmente de suas finanças, conduziram a um equivalente geral das trocas oriundo dos Estados Unidos. Pois, nas atuais circunstâncias o que vai estar em cheque é exatamente esta moeda, pelas simples razões de que a ordem econômica sustentada pelas finanças, no caso a economia mundial contemporânea, entrou em crise na forma como mostramos.



O desdobramento da lógica da crise é jogar todo o problema dos títulos podres e seus derivados no interior do Estado o que vai se traduzir numa crescente dívida pública, sobretudo se um déficit fiscal de origem financeira for acoplado a um déficit fiscal para estimular a economia produtiva. Essa deterioração do Estado só pode pôr em cheque a moeda, no contexto, o dólar. E a instabilidade, a oscilação, e até mesmo a necessidade de substituição por outra moeda — inexistente ao menos no momento (o euro é uma longínqua possibilidade) — certamente perturbará crescentemente a evolução monetária e financeira do mundo. E é neste ponto que se pode claramente perceber como a economia retorna ao seu ponto inicial, a necessidade, agora num novo momento, de uma transformação política do Estado (com o problema fundamental da Democracia), e, conseqüentemente, com o desenvolvimento da formação de uma nova moeda. Mas, ela só sai de um contexto político muito amplo. Para tal, há duas negociações sociais imperiosas, a negociação entre os múltiplos Estados nacionais, que depende muito de uma segunda negociação, aquela que emergirá de um continuado combate entre capitais das órbitas financeira e produtiva, e entre o capital e os assalariados no campo da economia. e de como essa luta se expressará no campo político e portanto do novo Estado<sup>3</sup>. Pois, o que entrará em discussão e em construção, como ponto decisivo da futura ordem econômica, será além da questão monetária, a futura arquitetura da regulação financeira e sua relação com a dinâmica da produção futura. O que é um tema que será desenvolvido pela luta política que mal está se instalando. Tudo, portanto está, em aberto.

Para concluir, o nosso texto tratou de perceber que o período que passou foi o resultado de uma montagem financeira da economia, onde a hegemonia das finanças acabou por construir uma máquina e uma rede cuja dinâmica levou a uma superacumulação financeira, da qual derivou uma superacumulação produtiva. Esta dinâmica ultrapassou os seus limites, vencendo tudo que era barreira e entrou em colapso. Keynes escreveu: “O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é “sair disparado na frente” como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir a moeda falsa ou em depreciação”<sup>4</sup>. Se substituir-

mos a palavra investimento por capital, implicando tanto a esfera produtiva como a esfera financeira, tanto a inversão como a aplicação em ativos financeiros, podemos facilmente perceber o que é que esteve em jogo nesta economia do logro financeiro, um misto de êxito e de engano, a idéia de sair na frente e a de passar o mico adiante. E como, no fim desta etapa, foi o engano quem venceu. O que houve se chama “boomerang”, o capital destruiu parte de si mesmo. A máquina acabou de emperrar e a economia afundou. Mas, nem todos perdem no infortúnio. Por isso está em marcha um processo de concentração e centralização de capital, cujo resultado ainda vai depender, em muito, das forças políticas que vão compor o novo Estado e vão, dentro das ruínas, definir as políticas que transformarão a nova dinâmica econômica. O começo desta outra etapa se baseia na mudança do comportamento do Estado. E as eleições americanas já deram um passo nesse sentido. Mas, a luta é constante e insinuante e cambiável e de progressiva definição do rumo das nações. Estamos em plena consideração de novas estratégias nacionais. E o que se constata como decisivo é que tanto os Estados Unidos como a China pensam em já executar passos visando novas orientações: investimentos públicos, atendimentos à saúde e serviços. Mas, no momento que escrevemos estas coisas são apenas intenções. Existem passos a dar: tratar de como estas idéias estratégicas entrarão em funcionamento. Mas, quanto aos problemas globais, temos que ter paciência, não há esperança de solução imediata. O velho ainda não deixou o palco e o novo apenas começa a se esboçar. A transição continua e pode ser longa. O dólar, como efeito da crise, será ainda, por muito tempo, um fator de instabilização do conjunto da economia mundial. E diante dos conflitos geopolíticos, a lembrança é de que God, Deus, com Obama eleito para dirigir o poder americano, possa, num mundo mais multipolar, voltar a abençoar a América, e, com isso, por extensão, abençoar o planeta! Como diz um amigo meu de origem judaica: que a paz esteja conosco! Ou como ele me escreve: Shalom Aleichem!<sup>5</sup>

<sup>3</sup> “A onipotência do Estado não é a melhor resposta à onipotência do mercado” (Eduardo Galeano em entrevista a Zero Hora, 8 de novembro de 2008).

<sup>4</sup> Devo a citação a uma indicação do colega Pedro Fernando Almeida. Ela se encontra em “A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda”, São Paulo, Atlas, 1982.

<sup>5</sup> Quero agradecer aos colegas André Luis Forti Scherer, André Contri, Edson Moreira Marques, Jacques Alberto Bensussan, José Enoir Loss, Luis Augusto Farias, Pedro Fernando Almeida e Roberto Marcantonio os vários debates sobre o tema, principalmente as observações sobre a primeira versão deste texto, feitas no seminário interno do NEPE (Núcleo de Política Econômica). Elas foram responsáveis pelos aperfeiçoamentos na concepção do artigo, ficando, no entanto, as afirmações creditadas apenas e exclusivamente ao autor.

## Bibliografia

AGLIETTA, Michel — Architecture financière internationale: au-delà des institutions de Bretton Woods. In **ECONOMIE INTERNATIONALE** 100(2004) p. 61-83.

AGLIETTA, Michel& RIGOT, Sandra. Le rôle spécifique des *hedge funds* dans la transmission du risque systémique: un contribution au débat réglementaire. In: Complément F. **Conseil d'Analyse Économique. La Crise des Subprimes**. La Documentation française. Paris, 2008.

AGLIETTA, Michel&SCIALOM, Laurence. Les défis de la monnaie électronique pour les banques centrales. In: <<http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/>>.

AGLIETTA, Michel. 10 clés pour comprendre la crise. <[www.cepii.fr/francgraph/presse/2008/redirect/](http://www.cepii.fr/francgraph/presse/2008/redirect/)>.

AGLIETTA, Michel&LANDRY, Yves. La Chine vers la Superpuissance. Economica. Paris, 2007.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès. Comprendre les plans de sauvetage. **Le Monde**. Paris, 18/10/2008.

ALLEN, Franklin & CARLETTI, Elena. Financial system: shock absorber or amplifier? **BIS Working Papers n. 257**, julho 2008.

BORIO, Cláudio. The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations. **BIS Working Papers n. 251**, março 2008.

BOYER, Robert. Democracy and social democracy facing contemporary capitalism. A “regulationist” approach. **Working Paper N. 2008 – 36. Paris School of Economics**.

BUITER, William. Lessons from the 2007 Financial. **Policy Insight n. 18** December 2007, <[www.cepr.org](http://www.cepr.org)>.

BUITER, William. Can Central Banks Go Broke? **Policy Insight n. 24**, May 2008, <[www.cepr.org](http://www.cepr.org)>.

BUILTER, William. **Central banks and financial crises**. Paper apresentado no simpósio “Maintaining Stability in a Changing Financial System” Federal Reserve Bank, em 23 de Agosto de 2008. Final Pre-Symposium version.

CECCHETTI, Stephen G. Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008. **Policy Insight n. 21**, <[www.cepr.org](http://www.cepr.org)>.

CHESNAIS, François. El fin de un ciclo. Alcance y rumbo de la crisis financiera” Herramienta n. 37, março 2008. Buenos Aires.

CHESNAIS, François. Até onde irá a crise financeira? Le Monde Diplomatique Brasil, novembro de 2007.

CHESNAIS, François. Situación mundial: como la crisis de 29, o más...un nuevo contexto mundial. Herramienta n.39, outubro 2008. Buenos Aires.

CHINN, Mensie. RGE Monitor. Várias colunas. 2008.

CLERK, Laurent. À propos des turbulences financières. Débat économique n. 4 — Banque de France. Fevereiro de 2008.

CONSEIL D'ANALYSE ECONOMIQUE. La crise des subprimes. La Documentaire française. Paris, 2008.

CUNHA, André — A ascensão da China à condição de potência Econômica: há algo de novo no “modelo asiático”.

DAVIDSON, Paul. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

DAS, Satyajit. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de. A China como um duplo pólo na economia mundial e a recentralização da economia asiática. **Revista de Economia Política** São Paulo, v. 26, n. 3(103), P. 381-400, JULHO-SETEMBRO 2006.

ECONOMIST'S VIEW. <<http://economistsview.typepad.com/economistsview/>>, várias artigos. 2008.

EVANS-PRITCHARD. <<http://blogs.telegraph.co.uk/>>, vários artigos, 2008.

IMF. Sovereign Wealth Funds — A Work Agenda. 29 de fevereiro de 2008.

IMF. Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soundness. **Global Financial Stability Report**. World Economic and Financial Surveys. Abril 2008.

IMF. World Economic Outlook. Housing and Business Cycle. Abril 2008.

IMF. World Economic Outlook Update. Global Slowdown and Rising Inflation. July 2008.

IMF. World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns and Recoveries. Outubro 2008.

IMF. Financial Stress and Delevering. Macroeconomics and Deleveraging. **Global Financial Stability Report**. Outubro 2008.

GOLDMAN SACHS & CO. Asian Economics Flasch. Gao Hua Economic Website. 7 de janeiro de 2008.

CORRIGAN, Gerald — A Perspective on Current Market Conditions. Golman Sachs. 18 de março de 2008.

GLOBAL EUROPE ANTECIPATION BULLETIN. Global Systemic Crisis Alert. Summer 2009: The US government defaults on its debt. GEAB n. 28. Outubro 2008.

GLOBAL EUROPE ANTECIPATION BULLETIN. The decisive six month to avoid a global recession: Five strategic advices for central banksd, governments and other regulatory authorities — Excerpt GEAD nº 26 — Junho 2008.

GROSS, Bill. Investment Outlook.  
<[www.pimco.co/Default.htm](http://www.pimco.co/Default.htm)>.

HAMILTON, James. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

KREGEL, Jan. Minsky's Cushions of Safety. **Public Policy Brief n. 93**, The Levy Economics Institute of Bard College. <[www.levy.org](http://www.levy.org)>.

KRUGMAN, Paul.  
<<http://krugman's.blogs.nytimes.com/>>, vários artigos, 2008.

LEIJONHUFVUD, Axel. Keynes and the Crisis **Policy Insight n.23** May 2008, <[www.cprg.org](http://www.cprg.org)>.

MCCULLEY, Paul. Global Central Banks Focus.  
<[www.pimco.com/Default.htm](http://www.pimco.com/Default.htm)>, setembro 2008.

LORDON, Frédéric. Spéculation immobilière, ralentissement économique. Comment protéger l'économie réelle. Le monde diplomatique. Setembro 2007.

LORDON, Frédéric. Dane-se a realidade! A doutrina continua. Le Monde Diplomatique Brasil. Novembro 2008.

MAXIMUS, Fabius. <[fabiusmaximus.wordpress.com](http://fabiusmaximus.wordpress.com)>, diversas colunas. 2008.

MASTERS, Michael W. Testemunho diante da U.S. Senate Commerce Commission Oversight. 3 de Junho 2008.

NAKED CAPITALISM — <[www.nakedcapitalism.com/](http://www.nakedcapitalism.com/)>, várias colunas. 2008.

POLLOCK, Alex. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

PLIHON, Dominique. Instabilité financière et risque systémique: l'insuffisance du contrôle macroprudentiel. In Financement de l'économie. Nouveaux acteurs, nouveaux enjeux. **Cahiers français n. 331**. La documentation française.

REICH, Robert. Robert Reich's Blogs, vários artigos, 2008.

ROUBINI, Nouriel. RGE Monitor. Vários artigos, 2007-2008.

SETSER, Brad RGE Monitor. Vários artigos. 2007-2008.

SETSER, Brad. Brad Setser Follow the Money in Council on Foreign Relations. Várias colunas. 2008.

SOUZA, Enéas de. Onde começa o império. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, vol. 24, n. 2, p. 403-428, 2003.

SCHERER, André Luis Forti Scherer. O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e consequências. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, vol. 24, n. 2, 429-452, 2003.

SMITH, Ives. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

SOROS, George, Testemunho diante da US Senate Commerce Commission Oversight. 3 de junho de 2008.

THOMA, Marc. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

WALLEN, Chris. RGE Monitor. Vários artigos, 2008.

WOLF, Martin. ft.com, vários artigos, 2007/2008.

